

# MUFG Focus USA Weekly

## 経済調査室 ニューヨーク駐在情報

MUFG Union Bank, N.A. Economic Research NY  
Hiroshi Kurihara | 栗原 浩史 (hikurihara@us.mufg.jp)  
Director and Chief U.S. Economist

### 12月FOMC～1年ぶりとなる追加利上げを全会一致で決定

#### 【要旨】

- ◇ 連邦公開市場委員会（FOMC）は、本日の定例会合で政策金利の誘導目標レンジを広く予想されていた通り 0.25%～0.5%から 0.5%～0.75%へ 0.25%ポイント引き上げた。政策金利の引き上げは昨年12月以来1年ぶり。採決は、反対票も予想されたが、全会一致だった。
- ◇ 今回の声明文における景気の現状判断は、前回から概ね不変。物価の現状判断は、上方修正された。景気・物価の見通し部分は、前回と全く同一だった。
- ◇ FOMC参加者による経済予測では、実質GDP成長率が上方修正され、失業率が引き下げられた（改善方向へ修正された）。また、FOMC参加者による政策金利見通しは、全般に上方修正された。中央値に基づけば、FOMC参加者は現時点で、来年2017年に0.75%、2018年に0.75%、2019年に0.75%の利上げを予想している。
- ◇ 本日のFOMC後に金融市場では金利が大きく上昇しドル高が進んだが、その背景として、①来年の利上げ見通し（中央値）が2回から3回へ上方修正されたこと、②中長期の政策金利見通し（中央値）が2012年の公表開始以来始めて上方修正されたこと、③イエレン議長が記者会見で所謂“高圧経済”を好むとの見方を否定したこと、等が考えられる。
- ◇ しかしながら、例えば①について、平均値で見ると上方修正幅は0.059%ポイントに止まっており、今回のFOMCを全体としてみた場合にFRBの政策スタンスがタカ派方向に大きく変化した印象はさほど受けない。
- ◇ 体制等に変化が無ければ、引き続き現在のFRBはどちらかと言えばハト派的な政策運営を続けそうだが、その上での当面の注目点としては「FOMC参加者による中長期の政策金利見通しの上方修正が続くのかどうか、即ち、潜在成長率等に対する見方の改善が続くのかどうか」と「（今回は一部の参加者のみが考慮したとされる）トランプ新政権の経済政策が金融政策判断に与える影響」になるだろう。

## 政策金利の誘導目標レンジを 0.25%ポイント引き上げ

連邦公開市場委員会（FOMC）は、本日の定例会合で政策金利の誘導目標レンジを広く予想されていた通り 0.25%～0.5%から 0.5%～0.75%へ 0.25%ポイント引き上げた。政策金利の引き上げは昨年 12 月以来 1 年ぶり。採決は、反対票も予想されたが、全会一致だった。

## 声明文における景気の現状判断は概ね不変、物価の現状判断は上昇修正

今回の声明文における景気の現状判断では、総括部分が「労働市場は引き続き力強さを増し、経済活動は年央以降緩やかなペースで拡大してきた（expanding at a moderate pace since mid-year）」とされ、前回から概ね不変。労働市場は具体的には、雇用者数の増加ペースは今回も「堅調」とされ、失業率は前回の「ここ数ヶ月は略不変」から「低下した」に変更された。経済活動の内訳では、個人消費は「緩やかに増加（rising moderately）」で不変。設備投資も「引き続き弱め」で不変であった。

物価の現状判断は上方修正。「インフレ率は、今年の初めからは高まっているが、エネルギー価格やエネルギー以外の輸入物価のこれまでの下落を一部反映し、引き続き長期目標を下回っている」とされ、前回の「今年の初めからは“幾分”高まっているが」から“幾分”が削除された。金融市場から観察されるインフレ補償（期待）は「上昇したが低いまま」から「かなり上昇したが依然として低い」へ変更され、サーベイでみる長期インフレ期待は引き続き「大半が略変化無し」とされた。

## 景気・物価の見通し部分は、前回と同一

景気・物価の見通し部分は、前回と同一。金融政策のスタンスを緩やかに調整していくなかでも、引き続き景気は「緩やかな（moderate）ペースで拡大」し、労働市場は「幾分か一層力強さを増す（strengthen somewhat further）」とされた。

見通しに対するリスク部分では、「短期的なリスクはおおよそバランスしているようにみえる（Near-term risks to the economic outlook appear roughly balanced）」とされ、“短期的な”や“おおよそ”との文言が今回も残った。引き続き「インフレと世界経済・金融市場の動向」を注視する姿勢を示したといえる。

物価については、中期的に「労働市場の強化やエネルギー価格下落やその他影響の一巡により緩やかに 2%に近付いていく」とされている（前回と同一）。

## FOMC 参加者の経済予測では、実質 GDP 成長率が上方修正

3 ヶ月毎に発表されている FOMC 参加者による経済予測を中央値で確認する。実質 GDP 成長率は、前回（9 月時点）に比べて 2016 年、2017 年、2019 年が夫々 0.1%ポイント上方修正された（第 1 表）。失業率については、2016 年、2017 年、2019 年が引き下げられた（改善方

向へ修正された)。インフレ率については、個人消費支出 (PCE) デフレーターが 2016 年のみ引き上げられ、同コアベースの予測値は不変だった。

第1表：FOMC参加者による経済予測

(%)

		中央値					中心傾向				
		2016	2017	2018	2019	中長期	2016	2017	2018	2019	中長期
実質GDP成長率	前々回 (6月)	2.0	2.0	2.0	-	2.0	1.9 - 2.0	1.9 - 2.2	1.8 - 2.1	-	1.8 - 2.0
	前回 (9月)	1.8	2.0	2.0	1.8	1.8	1.7 - 1.9	1.9 - 2.2	1.8 - 2.1	1.7 - 2.0	1.7 - 2.0
	今回 (12月)	1.9	2.1	2.0	1.9	1.8	1.8 - 1.9	1.9 - 2.3	1.8 - 2.2	1.8 - 2.0	1.8 - 2.0
失業率	前々回 (6月)	4.7	4.6	4.6	-	4.8	4.6 - 4.8	4.5 - 4.7	4.4 - 4.8	-	4.7 - 5.0
	前回 (9月)	4.8	4.6	4.5	4.6	4.8	4.7 - 4.9	4.5 - 4.7	4.4 - 4.7	4.4 - 4.8	4.7 - 5.0
	今回 (12月)	4.7	4.5	4.5	4.5	4.8	4.7 - 4.8	4.5 - 4.6	4.3 - 4.7	4.3 - 4.8	4.7 - 5.0
PCEインフレ率	前々回 (6月)	1.4	1.9	2.0	-	2.0	1.3 - 1.7	1.7 - 2.0	1.9 - 2.0	-	2.0
	前回 (9月)	1.3	1.9	2.0	2.0	2.0	1.2 - 1.4	1.7 - 1.9	1.8 - 2.0	1.9 - 2.0	2.0
	今回 (12月)	1.5	1.9	2.0	2.0	2.0	1.5	1.7 - 2.0	1.9 - 2.0	2.0 - 2.1	2.0
コアPCEインフレ率	前々回 (6月)	1.7	1.9	2.0	-	-	1.6 - 1.8	1.7 - 2.0	1.9 - 2.0	-	-
	前回 (9月)	1.7	1.8	2.0	2.0	-	1.6 - 1.8	1.7 - 1.9	1.9 - 2.0	2.0	-
	今回 (12月)	1.7	1.8	2.0	2.0	-	1.7 - 1.8	1.8 - 1.9	1.9 - 2.0	2.0	-

(注)1. 『中心傾向』は上下夫々三つの予測値を除いたもの。

2. 『GDP』と『インフレ率』は第4四半期の前年同期比。『失業率』は各年第4四半期の平均値。

(資料)FRB資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

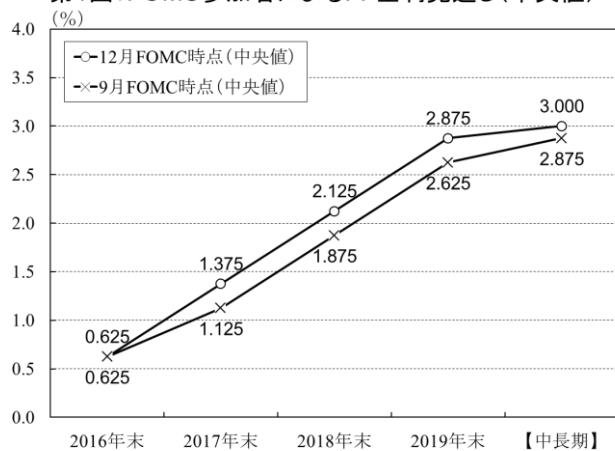
## FOMC 参加者の FF 金利見通しは全般に上方修正

FOMC 参加者による FF 金利 (政策金利) 見通しは、全般に上方修正された。中央値で見ると、2017 年末時点は 1.375% で前回から 0.25% ポイント上昇、2018 年末時点は 2.125% で前回から 0.25% ポイント上昇、2019 年末時点は 2.875% で前回から 0.25% 上昇した (第 1 図)。中立水準と捉えられる中長期の FF 金利も、3.0% と前回から 0.125% ポイント上昇した。

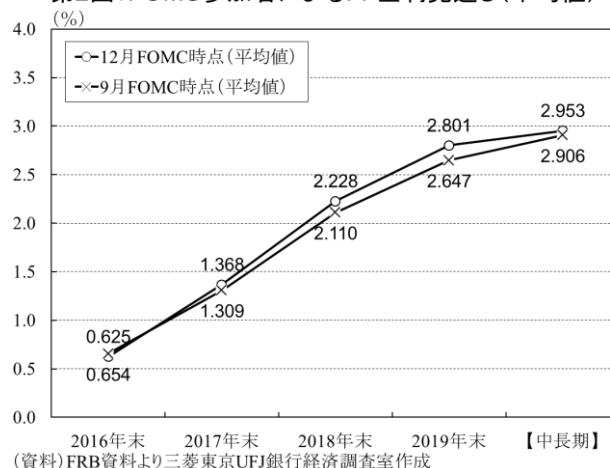
また、FF 金利見通しを平均値で見ると、2017 年末は 1.368% で 0.059% ポイント上昇、2018 年末は 2.228% で 0.118% ポイント上昇、2019 年末は 2.801% で 0.154% ポイント上昇した。中長期は 2.953% で 0.047% ポイント上昇している (第 2 図)。

中央値に基づけば、FOMC 参加者は現時点で、来年 2017 年に 0.75%、2018 年に 0.75%、2019 年に 0.75% の利上げを予想していることになる。利上げ回数で言えば、来年の見通しは前回 9 月時点の 2 回から 3 回へ増加した (1 回の利上げ幅を 0.25% と想定)。なお、個々の予想値をみると、来年に据え置きを予想する参加者はおらず、1 回の利上げを予想する参加者が 2 人、2 回が 4 人、3 回が 6 名、4 回以上が 5 名となっている。

第1図：FOMC参加者によるFF金利見通し(中央値)



第2図：FOMC参加者によるFF金利見通し(平均値)



## 今後の金融政策の判断部分は、前回までと同一

金融政策の判断部分をみると、「労働市場の状況とインフレの実績・予測に基づき」政策金利が 0.25%ポイント引き上げられた(0.25%~0.5%→0.5%~0.75%)。「金融政策のスタンスは引き続き緩和的で、労働市場の幾分か一層力強さを増すこととインフレ率が 2%へ戻ることをサポートする」と認識されている。今後の金融政策の判断については前回までと同一であった(注1)。

(注1) 今後の「政策金利調整のタイミングと規模」の決定は引き続き、完全雇用とインフレ目標 2%に向けた進展を実績・予測の双方から評価し、労働市場やインフレ圧力・期待に関する指標や金融・国際情勢を含む幅広い情報を考慮して行われるとした。インフレ率については、足元で 2%目標を下回っている点から、インフレ目標に向けた実績と見通しが注視される。今後の利上げペースについては、「経済情勢の改善ペースを勘案すると政策金利引き上げは緩やかなものでなければ正当化されない」、「当面の政策金利は長期的にみて一般的な水準を下回って推移する」ことになるとした。FRB の保有証券については償還分再投資の方針を維持。政策金利の正常化プロセスがかなり進行するまでは再投資が継続される。

## FRB の政策スタンスに大きな変更があったようには見受けられず

本日の FOMC 後に金融市場では金利が大きく上昇しドル高が進んだが、その背景として、①来年の利上げ見通し(中央値)が 2 回から 3 回へ上方修正されたこと、②中長期の政策金利見通し(中央値)が 2012 年の公表開始以来始めて上方修正されたこと(第 3 図)(注2)、③イエレン議長が記者会見で所謂“高圧経済”を好むとの見方を否定したこと、等が考えられる。

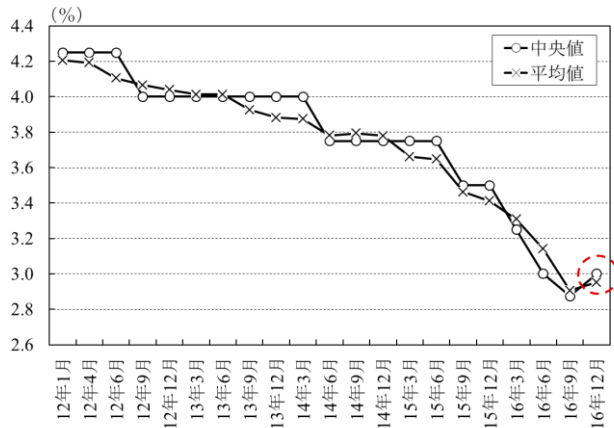
しかしながら、例えば①について、平均値でみると前述の通り上方修正幅は 0.059%ポイントに止まっており、今回の FOMC を全体としてみた場合に FRB の政策スタンスがタカ派方向に大きく変化した印象はさほど受けない。

体制等に変化が無ければ、引き続き現在の FRB はどちらかと言えばハト派的な政策運営を続けそうだが、その上での当面の注目点としては「FOMC 参加者による中長期の政策金利見

通しの上方修正が続くのかどうか、即ち、潜在成長率等に対する見方の改善が続くのかどうか」と「（今回は一部の参加者のみが考慮したとされる）トランプ新政権の経済政策が金融政策判断に与える影響」になるだろう。

（注2）中長期の政策金利見通しの平均値は、一度だけ上方修正されたことがある（2014年9月：0.013%ポイント）。

第3図：FOMC参加者による中長期の政策金利見通しの推移



（資料）FRB資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

（2016年12月14日 栗原 浩史 hikurihara@us.mufg.jp）



FOMC 声明文

前回(11月1・2日)	今回(12月13・14日)
<p>景気・物価の現状判断 Information received since the Federal Open Market Committee met in September indicates that the labor market has continued to strengthen and growth of economic activity has picked up from the modest pace seen in the first half of this year. Although the unemployment rate is little changed in recent months, job gains have been solid. Household spending has been rising moderately but business fixed investment has remained soft. Inflation has increased somewhat since earlier this year but is still below the Committee's 2 percent longer-run objective, partly reflecting earlier declines in energy prices and in prices of non-energy imports. Market-based measures of inflation compensation have moved up but remain low; most survey-based measures of longer-term inflation expectations are little changed, on balance, in recent months.</p> <p>景気・物価の見通し Consistent with its statutory mandate, the Committee seeks to foster maximum employment and price stability. The Committee expects that, with gradual adjustments in the stance of monetary policy, economic activity will expand at a moderate pace and labor market conditions will strengthen somewhat further. Inflation is expected to rise to 2 percent over the medium term as the transitory effects of past declines in energy and import prices dissipate and the labor market strengthens further. Near-term risks to the economic outlook appear roughly balanced. The Committee continues to closely monitor inflation indicators and global economic and financial developments.</p> <p>金融政策／FF金利誘導目標 Against this backdrop, the Committee decided to maintain the target range for the federal funds rate at 1/4 to 1/2 percent. The Committee judges that the case for an increase in the federal funds rate has continued to strengthen but decided, for the time being, to wait for some further evidence of continued progress toward its objectives. The stance of monetary policy remains accommodative, thereby supporting further improvement in labor market conditions and a return to 2 percent inflation.</p> <p>In determining the timing and size of future adjustments to the target range for the federal funds rate, the Committee will assess realized and expected economic conditions relative to its objectives of maximum employment and 2 percent inflation. This assessment will take into account a wide range of information, including measures of labor market conditions, indicators of inflation pressures and inflation expectations, and readings on financial and international developments. In light of the current shortfall of inflation from 2 percent, the Committee will carefully monitor actual and expected progress toward its inflation goal. The Committee expects that economic conditions will evolve in a manner that will warrant only gradual</p>	<p>景気・物価の現状判断 Information received since the Federal Open Market Committee met in November indicates that the labor market has continued to strengthen and that <u>economic activity has been expanding at a moderate pace since mid-year</u>. Job gains have been solid in recent months and the <u>unemployment rate has declined</u>. Household spending has been rising moderately but business fixed investment has remained soft. Inflation has <u>increased</u> since earlier this year but is still below the Committee's 2 percent longer-run objective, partly reflecting earlier declines in energy prices and in prices of non-energy imports. Market-based measures of inflation compensation have moved up <u>considerably but still are low</u>; most survey-based measures of longer-term inflation expectations are little changed, on balance, in recent months.</p> <p>景気・物価の見通し Consistent with its statutory mandate, the Committee seeks to foster maximum employment and price stability. The Committee expects that, with gradual adjustments in the stance of monetary policy, economic activity will expand at a moderate pace and labor market conditions will strengthen somewhat further. Inflation is expected to rise to 2 percent over the medium term as the transitory effects of past declines in energy and import prices dissipate and the labor market strengthens further. Near-term risks to the economic outlook appear roughly balanced. The Committee continues to closely monitor inflation indicators and global economic and financial developments.</p> <p>金融政策／FF金利誘導目標 <u>In view of realized and expected labor market conditions and inflation, the Committee decided to raise the target range for the federal funds rate to 1/2 to 3/4 percent.</u> The stance of monetary policy remains accommodative, thereby supporting <u>some further strengthening</u> in labor market conditions and a return to 2 percent inflation.</p> <p>In determining the timing and size of future adjustments to the target range for the federal funds rate, the Committee will assess realized and expected economic conditions relative to its objectives of maximum employment and 2 percent inflation. This assessment will take into account a wide range of information, including measures of labor market conditions, indicators of inflation pressures and inflation expectations, and readings on financial and international developments. In light of the current shortfall of inflation from 2 percent, the Committee will carefully monitor actual and expected progress toward its inflation goal. The Committee expects that economic conditions will evolve in a manner that will warrant only gradual</p>

<p>increases in the federal funds rate; the federal funds rate is likely to remain, for some time, below levels that are expected to prevail in the longer run. However, the actual path of the federal funds rate will depend on the economic outlook as informed by incoming data.</p> <p>The Committee is maintaining its existing policy of reinvesting principal payments from its holdings of agency debt and agency mortgage-backed securities in agency mortgage-backed securities and of rolling over maturing Treasury securities at auction, and it anticipates doing so until normalization of the level of the federal funds rate is well under way. This policy, by keeping the Committee's holdings of longer-term securities at sizable levels, should help maintain accommodative financial conditions.</p> <p>投票結果 Voting for the FOMC monetary policy action were: Janet L. Yellen, Chair; William C. Dudley, Vice Chairman; Lael Brainard; James Bullard; Stanley Fischer; Jerome H. Powell; Eric Rosengren; and Daniel K. Tarullo. Voting against the action were: Esther L. George and Loretta J. Mester, each of whom preferred at this meeting to raise the target range for the federal funds rate to 1/2 to 3/4 percent.</p>	<p>increases in the federal funds rate; the federal funds rate is likely to remain, for some time, below levels that are expected to prevail in the longer run. However, the actual path of the federal funds rate will depend on the economic outlook as informed by incoming data.</p> <p>The Committee is maintaining its existing policy of reinvesting principal payments from its holdings of agency debt and agency mortgage-backed securities in agency mortgage-backed securities and of rolling over maturing Treasury securities at auction, and it anticipates doing so until normalization of the level of the federal funds rate is well under way. This policy, by keeping the Committee's holdings of longer-term securities at sizable levels, should help maintain accommodative financial conditions.</p> <p>投票結果 Voting for the FOMC monetary policy action were: <u>Janet L. Yellen, Chair; William C. Dudley, Vice Chairman; Lael Brainard; James Bullard; Stanley Fischer; Esther L. George; Loretta J. Mester; Jerome H. Powell; Eric Rosengren; and Daniel K. Tarullo.</u></p>
--	---

(注) 下線部分は前回からの変更箇所。

(資料) FOMC 資料より三菱東京 UFJ 銀行経済調査室作成

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の販売や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願ひ申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。また、当資料全文は、弊行ホームページでもご覧いただけます。

The information herein is provided for information purposes only, and is not to be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell or to buy or subscribe for securities or other financial instruments. Neither this nor any other communication prepared by The Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ, Ltd. (collectively with its various offices and affiliates, "BTMU") is or should be construed as investment advice, a recommendation to enter into a particular transaction or pursue a particular strategy, or any statement as to the likelihood that a particular transaction or strategy will be effective in light of your business objectives or operations. Before entering into any particular transaction, you are advised to obtain such independent financial, legal, accounting and other advice as may be appropriate under the circumstances. In any event, any decision to enter into a transaction will be yours alone, not based on information prepared or provided by BTMU. BTMU hereby disclaims any responsibility to you concerning the characterization or identification of terms, conditions, and legal or accounting or other issues or risks that may arise in connection with any particular transaction or business strategy. While BTMU believes that any relevant factual statements herein and any assumptions on which information herein are based, are in each case accurate, BTMU makes no representation or warranty regarding such accuracy and shall not be responsible for any inaccuracy in such statements or assumptions. Note that BTMU may have issued, and may in the future issue, other reports that are inconsistent with or that reach conclusions different from the information set forth herein. Such other reports, if any, reflect the different assumptions, views and/or analytical methods of the analysts who prepared them, and BTMU is under no obligation to ensure that such other reports are brought to your attention.